

Afnám á einu ári

Áætlun um afléttingu gjaldeyrishafta

Umræðuskjal

Afnám á einu ári
Áætlun um afléttingu gjaldeyrishafta

Höfundar þessa rits eru:

Erlendur Magnússon
Finnur Oddsson
Gylfi Magnússon
Lúðvík Elíasson
Orri Hauksson
Páll Harðarson
Tanya Zharov
Yngvi Örn Kristinsson

Rit þetta má afrita án þess að leita samþykkis höfunda, enda sé heimildar getið. Ritið er gefið út af Viðskiptaráði Íslands í desember 2011, en rafræna útgáfu má nálgast á: www.vi.is.

Hönnun og umbrot
Ragnar Þorvarðarson

Prentað í prentsmiðju Odda hf.

Afnám á einu ári

Áætlun um afléttingu gjaldeyrishafta

Formáli

Höftum á fjármagnsflutninga hefur víða verið beitt sem neyðarviðbrögðum við gjaldeyriskreppu, yfirleitt með þeim rökum að þannig verði til skemmri tíma skapað svigrúm til endurskipulagningar atvinnu- og efnahagslífs og að fyrr gefist færi á uppbyggingu og hagvexti. Um leið er almennt viðurkennt að til lengri tíma draga gjaldeyrishöft úr skilvirkni, auka kostnað og valda efnahagslegri sóun.

Fyrr á þessu ári vann Viðskiptaráð Íslands að úttekt á áhrifum þeirra hafta sem nú eru á fjármagnsflutningum til og frá Íslandi, með sérstakri áherslu á kostnað sem til fellur hjá fyrirtækjum vegna umstangs af umgengni við höftin. Í þeirri vinnu kom fljótt í ljós að kostnaðurinn er töluverður og hefur farið vaxandi. Þetta er í samræmi við fyrri umfjöllun um áhrif gjaldeyrishaftanna á vettvangi atvinnulífssamtaka og fjölda annara aðila: Viðskiptaráðs, Samtaka iðnaðarins, NASDAQ OMX Iceland og fleiri. Gjaldyrishöftin virðast að auki þeirrar náttúru gædd að hafa tilhneigingu til að viðhalda sér. Doði hefur færst yfir umræðu um höftin og skaðsemi þeirra og því lengur sem þau vara verður erfiðara að taka skref til afnáms hafta og axla um leið ábyrgð á þeirri áhættu sem því óneitanlega fylgir.

Undanfarna mánuði hafa allnokkrar tillögur verið reifaðar sem valkostir við opinberar áætlanir um afnám gjaldeyrishaftanna. Þessar tillögur hafa verið fjölbreyttar en eiga það þó sameiginlegt að benda á mikilvægi þess að afnámi haftanna verði flýtt eins og kostur er. Viðfangsefnið er hins vegar mjög flókið og erfitt að henda reiður á þeim fjölmörgu og mismunandi leiðum sem reifaðar hafa verið. Af þeim sökum hefur orðið minna úr efnislegri umræðu og rýni en ástæða er til, sérstaklega ef horft er til skaðsemi gjaldeyrishaftanna almennt og þess hve hægt gengur að afnema þau.

Til að stuðla að markvissari umræðu um afnám íslensku gjaldeyrishaftanna hafði Viðskiptaráð frumkvæði að því að kalla saman hóp sérfræðinga úr atvinnulífi og háskólum sem eiga það sameiginlegt að hafa látið sig höftin varða í ræðu og riti á undanförunum misserum. Hópurinn skilgreindi svo verkefni sitt sem það að *hanna og leggja fram sameiginlega áætlun um afnám gjaldeyrishafta sem hefur það að markmiði að höft verði afnumin á um það bil einu ári, án þess að verulegur þrýstingur verði á gjaldeyrismarkað, en þannig að kostnaði verði haldið í lágmarki.*

Í hópnum sitja eftirtaldir:

- Erlendur Magnússon, framkvæmdastjóri Total Capital Partners
- Finnur Oddsson, framkvæmdastjóri Viðskiptaráðs Íslands
- Gylfi Magnússon, dósent við viðskiptafræðideild HÍ
- Lúðvík Elíasson, hagfræðingur
- Orri Hauksson, framkvæmdastjóri Samtaka iðnaðarins
- Páll Harðarson, forstjóri NASDAQ OMX Iceland
- Tanya Zharov, framkvæmdastjóri lögfræðisviðs Auðar Capital
- Yngvi Örn Kristinsson, hagfræðingur

Greinargerðin sem hér fer á eftir geymir tillögu hópsins. Hún er hugsuð til stuðnings umræðu sem vonandi verður til þess að íslensk fyrirtæki og heimili búi sem fyrst aftur við frelsi í fjármagnsflutningum sem stuðlar að framþróun atvinnulífs, efnahagslegri uppbyggingu og bættum lífskjörum á Íslandi.

Viðskiptaráð Íslands og Samtök iðnaðarins standa sameiginlega straum af kostnaði við prentun þessarar greinargerðar og að kynningu á efni hennar með höfundum.

Afnám á einu ári

Áætlun um afléttingu gjaldeyrishafta

Efnisyfirlit

1	Inngangur og tillögur	bls. 7
1.1	Tillaga að áætlun um afnám gjaldeyrishafta	bls. 7
2	Innleiðing gjaldeyrishafta	bls. 8
2.1	Um gjaldeyrishöft almennt	bls. 8
2.2	Forsendur fyrir afnámi hafta	bls. 9
3	Lykilþættir varðandi afnám gjaldeyrishafta	bls. 11
3.1	Aflandskrónur	bls. 11
3.2	Aðgengi ríkisins að mörkuðum	bls. 12
3.3	Viðskiptajöfnuður	bls. 13
3.4	Gjaldeyrisforði	bls. 13
3.5	Raungengi	bls. 14
3.6	Lausafjárstaða bankakerfisins	bls. 15
3.7	Peningastefnan eftir höft	bls. 15
4	Aðgerðir til að létta höftum til þessa	bls. 17
4.1	Aðgerðir Seðlabanka til þessa	bls. 17
4.2	Núverandi áætlun um afnám hafta	bls. 17
4.3	Annmarkar á áætlun Seðlabankans	bls. 18
5	Raunhæf leið til að afnema höftin	bls. 19
5.1	Nokkrir kostir við afnám hafta	bls. 19
5.2	Nánari útfærsla tillögunnar	bls. 20
6	Samandregið yfirlit yfir tillögu um afnám gjaldeyrishafta	bls. 24

1 Inngangur og tillögur

Þrjú ár eru liðin frá því að gjaldeyrishöftum var komið á sem tímabundinni neyðarráðstöfun til þess að sporna við hruni krónunnar haustið 2008. Höftin hafa nú varað mun lengur en til stóð í upphafi. Tvær opinberar áætlanir um afnám haftanna hafa verið settar fram. Sú síðari er nokkuð flókin í framkvæmd og ólíklegt að hún skili tilætluðum árangri alveg á næstunni. Skref áætlunarinnar eru nokkuð mörg, víðamikil og tímafrek sem aftur dregur úr slagkrafti þeirra.

Höfundar þessarar greinargerðar eru sammála um að nauðsynlegt sé að setja það í forgang að aflétta gjaldeyrishöftum eins skjótt og auðið er. Þess vegna er hér sett fram eftirfarandi tillaga að afnámi hafta í fáum skrefum og á tiltölulega skömmum tíma en þó þannig að áhættu og kostnaði sé haldið í lágmarki. Nánari rökstuðning fyrir tillögunni og greinargerð um einstök skref hennar er að finna hér á eftir.

1.1 Tillaga að áætlun um afnám gjaldeyrishafta

Nauðsynlegt er að draga eftir föngum úr líkum á því að sambærilegt ójafnvægi og skapaðist í gjaldeyrismálum fyrir fall krónunnar 2008 myndist á ný. Fyrri hluti áætlunarinnar snýr því að umbótum á umgjörð peningastefnunnar og þjóðhagsvarúðarreglum sem æskilegt er talið að innleiða hið fyrsta enda eru slíkar reglur forsenda fyrir því að nauðsynleg trú á peningamálastjórn og gjaldmiðilinn skapist.

Seinni hluti áætlunarinnar snýr að losun haftanna sjálfra. Fyrst þarf að létta af hugsanlegum þrýstingi á gengið vegna mögulegs óþolinmóðs fjármagns sem þarf að komast úr landi við fyrsta tækifæri. Þetta yrði gert með útgáfu ríkisins á skuldabréfum í erlendum gjaldmiðlum. Öllum krónueigendum gæfist kostur á að bjóða í gjaldeyri sem greiddur væri út með þessum skuldabréfum, sem yrðu strax tekin til viðskipta í alþjóðlegum kerfum og samið um viðskiptavakt við erlenda banka. Að lokinni útgáfu erlendra skuldabréfa ríkisins myndi höftum á öðru fjármagni aflétt með því að lyfta fjárhæðartakmörkunum samhliða því að útgönguskattur yrði þrepaður niður. Skref tillögunnar eru eftirfarandi:

1. Umbætur á framkvæmd peningastefnunnar

- a. Lausafjárstýring fjármálakerfisins bætt
- b. Gjalddeyrisforði nýttur við jöfnun langtímasveiflna raungengis

2. Innleiðing varúðarreglna

- a. Reglur um gjalddeyrisjöfnuð hertar
- b. Lausafjárkröfur settar í erlendum gjaldmiðlum
- c. Erlendar lántökur sveitarfélaga skilyrtar
- d. Auknar eiginfjárkröfur gerðar vegna gjalddeyrisáhættu fyrirtækja og heimila
- e. Leyft veðhlutfall húsnæðislána lækkar í útlánaþenslu
- f. Tímabundnar hraðatakmarkanir á erlenda fjárfestingu lífeyrissjóða

3. Útgáfa ríkisskuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum

4. Tímabundnar bremsur á útflæði

- a. Þak sett á upphæðir, þrepað upp
- b. Útgönguskattur lagður á, þrepaður niður

Nánari útfærsla á þessum skrefum fylgir hér á eftir. Fyrst kemur stutt umfjöllun um gjaldeyrishöftin sem voru innleidd á árunum 2008 til 2009. Þá er nokkuð ítarleg umfjöllun um helstu atriðin sem varða afnám haftanna. Þar er meðal annars fjallað um helstu forsendur sem þurfa að vera til staðar og reynt að meta hver staða þeirra er nú. Að því búnu er stutt umfjöllun um þær aðgerðir sem þegar hefur verið gripið til af stjórnvöldum og Seðlabankanum í þá átt að draga úr höftum á fjármagnsflutninga. Í lokin er tillaga hópsins sett fram með nokkuð ítarlegri umfjöllun um einstök skref áætlunarinnar.

2 Innleiðing gjaldeyrishafta

Erlent skammtímafjármagn streymdi til landsins á árunum 2004 til 2007. Því tímabili lauk með snörpum viðsnúning á árinu 2008 samfara gjaldeyris-, fjármála- og efnahagskreppu sem flestum er enn í fersku minni. Þann 10. október 2008 sendi Seðlabankinn innlánsstofnunum tilmæli með yfirskriftinni „Tímabundin temprun á útlæði gjaldeyris“. Dregið var úr úttektarheimildum kreditkorta erlendis og óskað eftir því að bankar seldu aðeins gjaldeyri til þeirra sem væru í viðskiptum í viðkomandi útibúi og þá gegn framvísun farseðils. Afgreiðsla gjaldeyris vegna vöru- og þjónustuinnflutnings var sett í forgang. Þá voru starfsmenn útibúa beðnir að meta það hvort umsóknir um gjaldeyri væru vegna nauðsynlegs innflutnings á vöru og þjónustu. Vafamálum var hægt að vísa til Seðlabankans sem skar úr um nauðsyn innflutnings. Matvara, lyf, olíuvörur og opinber kostnaður erlendis voru tekin sem dæmi um vörur og þjónustu í forgangsflokki. Bönkum var ráðlagt að forðast að nota þann gjaldeyri sem kom inn til fjármálatengdra viðskipta. Þeim var einnig gert að afhenda Seðlabankanum sundurliðað yfirlit allra gjaldeyrisviðskipta í lok hvers dags. Öðrum kosti myndu þeir ekki njóta fyrirgreiðslu Seðlabankans. Með þessu voru komin á gjaldeyrishöft.

Höftin hluti efnahagsáætlunar AGS

Þann 24. október 2008 óskaði ríkisstjórnin eftir samstarfi við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn við að koma á efnahagslegum stöðugleika á Íslandi. Stjórn sjóðsins samþykkti áætlun 19. nóvember það ár. Tímabundin gjaldeyrishöft urðu þar með hluti af efnahagsáætlun Íslands og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Í tengslum við efnahagsáætlunina hækkaði Seðlabankinn stýrivexti í 18 prósentur þann 28. október 2008. Það var gert með vísan til þess að tryggja þyrfti jákvæða raunvexti vegna fyrirhugaðs afnáms hafta á gjaldeyrismarkaði. Þá herti Seðlabankinn einnig kröfur fyrir lausafjárfrýrgreiðslu við banka og hét því að nota gjaldeyrisforðann til að sporna við óhóflegum sveiflum í genginu. Einnig var því heitið að aflétta gjaldeyrishöftum eins skjótt og auðið yrði en þeim yrði þó haldið þar til vissa væri fyrir því að stjórnþæki peningastefnunnar væru rétt stillt af til þess að vinna á þeirri óvissu og skorti á trúverðugleika sem fall bankakerfisins hafði í för með sér. Í samstarfsyfirlýsingu stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins var skýrt kveðið á um að gjaldeyrishöftum yrði aflétt á meðan samstarf sjóðsins og stjórnvalda stæði yfir.

Þetta gekk ekki eftir. Á meðan á efnahagsáætluninni stóð var ávallt talið óæskilegt að leyfa krónunni að fljóta þar sem hætta á fjármagnsflotta og framhaldi gengisveikingar væri skaðleg, einkum vegna þess að skuldsetning heimila og fyrirtækja í erlendum gjaldmiðlum var útbreidd. Efnahagsáætluninni er nú lokið en lítið fararsnið er á gjaldeyrishöftunum. Þetta er sérstakt áhyggjuefni í ljósi sögunnar og reynslu okkar og annarra þjóða af innleiðingu slíkra hafta.

2.1 Um gjaldeyrishöft almennt

Gjaldeyrishöft má flokka í tvennt eftir tilgangi þeirra, framkvæmd og áhrifum. Hefðbundin gjaldeyrishöft, líkt og hér gilda nú, eru sett á í þeim tilgangi að hefta útlæði fjármagns og koma þannig í veg fyrir veikingu krónunnar. Ástæða þess að slík höft eru sett á er að ekki er nægur gjaldeyri tiltækur til þess að greiða fyrir þær krónur sem erlendir fjárfestar og aðrir krónueigendur vilja selja til þess að geta flutt fjármagn úr landinu. Notkun gjaldeyris er takmörkuð, skilaskylda er á gjaldeyri, ýmiss konar fjármagnsflutningar bannaðir, viðskipti með gjaldeyri háð ströngum skilyrðum og fjárhæðartakmörkunum og höftunum er framfylgt með tímafrenku eftirliti.

Þótt flest allir hagfræðingar séu á einu máli um kosti frelsis í viðskiptum með vörur og þjónustu milli landa á það sama ekki við um frjálsa fjármagnsflutninga. Viðskipti með fjármagn milli landa eru ólík viðskiptum með vörur og þjónustu að ýmsu leyti. „Þar mætti telja:

1. ósamhverfar upplýsingar og ófullnægjandi tryggingar sem leiðir til óhóflegra lána og áhættusamra verkefna,
2. ósamræmi milli skammtímaskulda og langtímaeigna sem skapar hættu á að fjármálastofnanir verði fyrir áhlaupi, einkum í fjármagnsviðskiptum milli landa þar sem ekki er um alþjóðlegan lánveitanda til þrautarvara að ræða,
3. þegar markaðir geta ekki metið gæði þeirra sem stjórna fjármunum er hættu á að þeir taki of lítið mið af eigin upplýsingum og sýni hjarðhegðun sem leiðir til aukinna sveiflna og smitunaráhrifa, og
4. að eignaverð ræðst af væntingum um framtíðarávöxtun og getur því sveiflast gríðarlega með hættu á verðbólum.“¹

¹ Dani Rodrik: „Who needs capital-account convertibility“ *Essays in international finance*, no. 207, bls. 55-65. Princeton University 1998. Þýðing á tiltvitnun tekin úr Rannóknarnefnd Alþingis *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir* 1. bindi, bls. 102.

Þetta eru dæmi um þau rök sem heyrst hafa undanfarna áratugi fyrir ýmsum takmörkunum á frjálsum fjármagnsflutningum sem einkum er ætlað að fyrirbyggja stjórnlaust innflæði gjaldeyris sem veldur útlánavexti og eignaverðsbólum og endar oftast en ekki með gjaldeyriskreppu. Slík höft falla þó frekar undir það sem kallað er þjóðhagsvarúðartæki sem er safn ýmissa reglna sem meðal annars er ætlað er að hindra myndun óhóflegs gjaldeyrisójafnvægis á efnahagsreikningum þjóða. Þjóðhagsvarúðartæki sem ætlað er að sporna við innflæði skammtíma fjármagns eru því ekki það sama og almenn höft á gjaldeyrisviðskipti sem stafa af gjaldeyrisskortum og hættu á fjármagnsflóttu, líkt og þau höft sem innleidd voru á Íslandi árin 2008 og 2009.

Auðveldur valkostur til skemmri tíma

Eitt stærsta vandamálið við gjaldeyrishöft er að kostnaður við þau kemur fram hægt og sígandi og oft er erfitt að henda reiður á honum. Gjaldyrishöft draga til að mynda úr beinni fjárfestingu en erfitt er að mæla hve mikið. Erfiðleikarnir við afnám hafta eru yfirleitt greinilegir og kostnaður við það fellur til mun nær í tíma á meðan kostnaður við að viðhalda höftum byggist upp jafnt og þétt. Það er því yfirleitt pólitískt þægileg ákvörðun að styðja höft og halda þeim við eða að minnsta kosti að fresta því að taka ákveðin skref við afnám þeirra. Áætlun sem er loðin og laust mótuð, þar sem megin áherslan er á þann fjölda skilyrða sem æskilegt er að uppfylla áður en næstu skref eru tekin, er því frekar til þess fallin að gefa stjórnámálum önnur afsökun til að fresta erfiðum ákvörðunum en að sýna hugrekki og hafa langtímahagsmunum þjóðarinnar að leiðarljósi, þótt það kunni að kosta hávær mótmæli um hríð.

Gjaldyrishöftum er komið á til að verja gjaldmiðil falli, þ.e. til þess að koma í veg fyrir fjármagnsflóttu eða að minnsta kosti til að hindra mikið og skyndilegt útlæði fjármagns sem myndi veikja gengið verulega. Áður en unnt er að losa um gjaldyrishöft þarf því annað hvort að vera búið að draga verulega úr þrýstingi á gengið eða tryggja að til sé nægjanlegur gjaldeyrisforði sem hægt er að nota til að mæta útlæði.

2.2 Forsendur fyrir afnámi hafta

Meginforsendan fyrir því að hægt sé að afnema gjaldyrishöft er að útlit sé fyrir að gjaldeyrisstraumar verði í þolanlegu jafnvægi eftir afnám. Fáir myndu vilja afnema gjaldyrishöft ef það væri líklegt til að valda frjálsum falli gjaldmiðilsins með tilheyrandi gjaldeyriskreppu, verðbólguþykningu og samfélagslegum kostnaði. Lykilþáttur er því að þjóðhagslegt jafnvægi, ekki síst jafnvægi í viðskiptum við útlönd, sé viðunandi bæði fyrir og eftir losun hafta. Aðgangur að erlendu fé, annað hvort nægilegur gjaldeyrisforði seðlabanka eða aðgangur að erlendum lánamörkuðum, er jafnframt líklegur til að draga úr spennu og draga úr gjaldyrisuðstreymi á vegum þeirra aðila sem aðgang fá að erlendum gjaldyril við losun haftanna. Nægjanlegur gjaldeyrisforði eða aðgangur að erlendu lánsfé myndar því öryggisventil sem dregur úr líkum á óstöðugleika við afnám hafta. Nægur gjaldyril letur gjaldeyrisflóttu og skapar trú á að ekki þurfi að hraða gjaldyriskaupum. Þessar forsendur fyrir afnámi gjaldyrishafta eru í samræmi við það mat Seðlabankans að þjóðhagslegur stöðugleiki, fjármálalegur stöðugleiki og nægjanlega sterkur gjaldeyrisforði séu mikilvægar forsendur.

Margt breyst til betri vegar

Töluverður árangur hefur þegar orðið í þessa átt. Útlit er fyrir að jafnvægi sé að nást í viðskiptum við útlönd. Viðskiptajöfnuður var nánast í jafnvægi árið 2009 þegar litið er fram hjá reiknuðum vöxtum af skuldum fjármálafyrirtækja í slitameðferð og viðskiptahalli 2010 var innan við 2% af VLF á sama mælikvarða. Ólíklegt er að þessir vextir verði nokkru sinni greiddir þar sem eignir þrotabúanna munu ekki hrökkva til þess. Þá hefur botni niðursveiflunnar verið náð og landsframleiðsla er tekin að vaxa á ný. Fjármálakerfið hefur verið endurreist og virðist ágætlega fjármagnað. Þá virðist sem á næstu mánuðum gæti stærstum hluta fjárhagslegrar endurskipulagningar á skuldum heimila og fyrirtækja, sem leiddi af eignaverðsbólunni og hruninu, verið lokið. Við þessa endurskipulagningu hefur að mestu verið eytt óvarinni skuldsetningu heimila og fyrirtækja í erlendum gjaldmiðli. Allt þetta eru einnig nauðsynleg skilyrði til þess að hægt sé að afnema gjaldyrishöftin án þess að stefna jafnvægi í hættu.

Meginfyrirstaðan við afnám haftanna er nú annars vegar þær peningalegu eignir sem erlendir aðilar eiga hér á landi og hins vegar hugsanlegt ústreymi á vegum innlendra aðila sem kjósa að varðveita hluta eigna sinna erlendis. Fjallað er sérstaklega um krónueignir erlendra aðila, aflandskrónur, hér á eftir. Við hrunið og innleiðingu gjaldyrishafta festust hér á landi verulegar fjárhæðir í eigu erlendra aðila. Af þeim standa enn eftir um 440 milljarðar króna. Ómögulegt er að meta þær fjárhæðir sem innlendir aðilar myndu kjósa að flytja úr landi verði höft afnumin. Slíkt veltur á trú á íslensku hagkerfi og trú á erlendum bönkum, fjárfestingarkostum og fjárfestingarheimildum.

Lágmarka þarf óróa á gjaldeyrismarkaði

Enginn vafi er á því að án sérstakra aðgerða gæti afnám hafta valdið óróa á gjaldeyrismarkaði og gjaldeyriskreppu. Slíkur órói myndi valda veikingu krónunnar, verðbólgu, vaxtahækkun innanlands og skaða efnahagsreikninga fyrirtækja. Af þessu gæti leitt frekari lækkun lánshæfismats bæði ríkisins og

orkufyrirtækja og sveitarfélaga, sem myndi trufla aðgang að erlendum lánamörkuðum. Ekki er hægt að slá því föstu að þessar yrðu afleiðingar afnáms hafta án sérstakra aðgerða en áhættan er það mikil að full ástæða er að grípa til fyrirbyggjandi ráðstafana sem eru líklegar til þess að draga úr óróa á gjaldeyrismarkaði við afléttingu hafta.

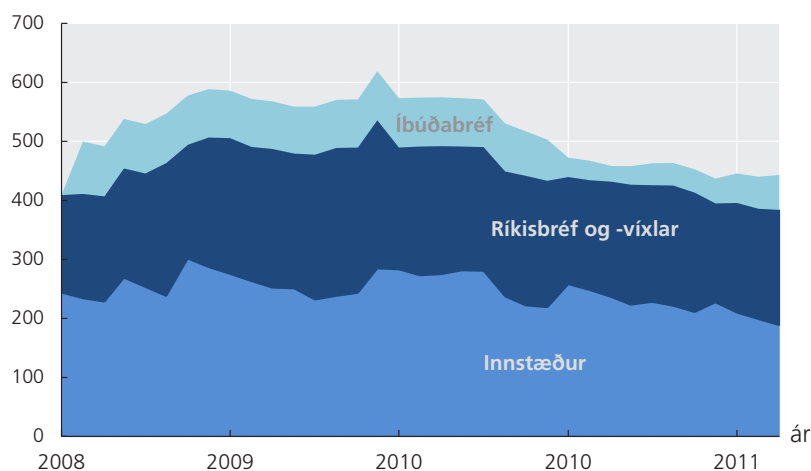
Áætlun Seðlabankans um afnám hafta endurspeglar þetta mat. Aðaláherslan í þeirri áætlun er á að leita leiða til að losa út úr landinu peningalegar eignir erlendra aðila að mestu leyti án þess að nýta gjaldeyrisforða Seðlabankans. Um gjaldeyrisforða Seðlabankans er fjallað hér á eftir og er meginniðurstaðan sú að hann sé allur bundinn til endurgreiðslna skuldbindinga sem þegar liggja fyrir og því óráðlegt nota hann í miklum mæli til að losa þessar eignir. Í raun eru peningalegar eignir erlendra aðila hér á landi meginástæða þess að ekki hefur verið slakað á höftum á gjaldeyrisviðskiptum. Að auki má búast við einhverju útlæði vegna innlendra aðila sem þörf hafa fyrir að flytja eignir til útlanda. Við núverandi aðstæður, ekki síst óvissu erlendis, eru líkur á að það útstreymi yrði takmarkað. Álitamál er hvort réttlætanlegt sé að halda hagkerfinu í fjötrum gjaldeyrishafta vegna þessara eigna.

3 Lykilþættir varðandi afnám gjaldeyrishafta

Að mörgu þarf að huga við afnám gjaldeyrishaftanna. Líklegt útstreymi við afnám, sem að hluta má nálgast með mati á aflandskrónum, skiptir miklu máli. Þá er tiltækur gjaldeyrisforði til að mæta útstreymi mikilvæg stærð. Viðskiptajöfnuður, þ.e. líklegt innstreymi inn í forðann, skiptir máli sem og aðgangur innlendra aðila að erlendum lánamörkuðum. Gengi krónunnar og raungengi eru einnig mikilvægar stærðir sem geta haft úrslitaáhrif á hvernig tekst til við haftaafnám. Afnám haftanna hefur einnig áhrif á fjármögnun ríkissjóðs og lausafjárstöðu bankakerfisins. Allir þessir þættir eru skoðaðir hér á eftir.

3.1 Aflandskrónur

Háar upphæðir í íslenskum krónum í eigu erlendra aðila festust hér á landi eftir gjaldeyriskreppuna 2008. Erlendir aðilar áttu í lok október 2011 um 188 ma.kr. í innstæðum í bankakerfinu, um 196 ma.kr. í ríkisskuldabréfum og um 59 ma.kr. í íbúðabréfum. Þetta eru samtals 443 ma.kr.



Mynd 1 Krónueign erlendra aðila.

Heimild: Seðlabanki Íslands

Seðlabankinn greip til aðgerða á árinu 2010 til þess að lækka erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins í þeim tilgangi að greiða fyrir losun gjaldeyrishafta. Seðlabankinn og ríkissjóður keyptu ríkisskuldabréf og íbúðabréf af seðlabankanum í Lúxemborg, en bréfin höfðu verið í eigu Avens, dótturfyrirtækis Landsbankans í Hollandi, og notuð af Landsbankanum í Lúxemborg í endurhverfum viðskiptum við seðlabankann þar. Þar með var búið að losa stærsta erlenda krónueigandann út. Seðlabankinn seldi síðan lífeyrissjóðum íbúðabréfin fyrir jafnvirði rúmra 80 ma.kr. í erlendum gjaldeyri. Kaup Avens bréfanna skýra því þá miklu lækkun á krónustöðu erlendra aðila sem varð um mitt ár 2010.

Óvissa um útgönguþrýsting

Ekki er gott að geta sér til um hve stór hluti krónueignar erlendra aðila er í höndum aðila sem vilja fjárfesta á Íslandi og veðja á að hér hefjist brátt hagvaxtarskeið á ný eða að hér séu undirverðlagðar eignir eða að hve miklu leyti eigendur þessara króna eru sérstaklega sólgirnir í að komast með eignir sínar úr landi. Að sama skapi er óþekkt hve mikið það liggur á öðrum krónueigendum að komast út með sitt fé. Þó verður að teljast æskilegt að draga úr þrýstingi á gjaldeyrismarkaði þegar opnað er fyrir fjármagnsflutninga á ný ef unnt er að gera það með litlum kostnaði.

Krónueign erlendra aðila er að miklu leyti afleiðing þeirra vaxtamunarviðskipta sem stunduð voru í aðdraganda gjaldeyriskreppunnar 2008. Skorður á aðgengi þessa fjármagns að gjaldeyrismarkaði þegar hann verður opnaður mun draga úr líkunum á verulegu falli krónunnar sem gæti leitt til almenns fjármagnsflóttas, sérstaklega í ljósi þess hve gjaldeyrisforðinn er þrátt fyrir allt veikur. Ekki er þó víst að það hafi mikil áhrif að setja hömlur á viðskipti erlendra krónueigenda en það mun væntanlega skýrast í kjölfar gjaldeyrissuppbóða.

Sumir þeirra útlendinga sem eiga krónur hafa verið fastir með krónurnar frá hrúni. Aðrir sem áttu hér krónueignir vegna vaxtamunarviðskipta hafa náð að losa sínar eignir, sennilega með töluverðum afföllum. Það er hugsanlegt að einhverjir þeirra erlendu aðila sem hafa eignast krónur frá hrúni hafi

gert það vegna þess að þeir vilja fjárfesta í íslensku efnahagslífi. En það er líka hugsanlegt að stór hluti þeirra hafi gert það vegna þess að eignirnar fengust með góðum afslætti þegar krónan hafði hrunið langt umfram það sem má ætla að hafi verið eðlileg leiðrétting til langs tíma. Slíkir fjárfestar eru líklega áhugasamir um að losa sínar eignir úr landi þegar rétt verð fæst.

Fyrirbyggjandi aðgerðir eru nauðsynlegar

Fyrirvaralaust afnám gjaldeyrishafta án annarra aðgerða er því óráðlegt vegna möguleika á miklu útflæði fjármagns. Ef þrýstingur á gengið skapast vegna krónueignar óþolinmóðra erlendra aðila eða vegna vilja innlendra aðila til að fjárfesta erlendis þá er mögulegt að gjaldeyrisforðinn dugi ekki til að hleypa út því fjármagni sem myndi fara, að minnsta kosti ekki án þess að krónan veikist verulega. Enn er verulegur hluti lána fyrirtækja í erlendum gjaldeyri og meiri hluti fasteignalána er verðtryggður. Nýtt gengishrun og verðbóluskot gæti því leitt til nýrrar skuldakreppu.

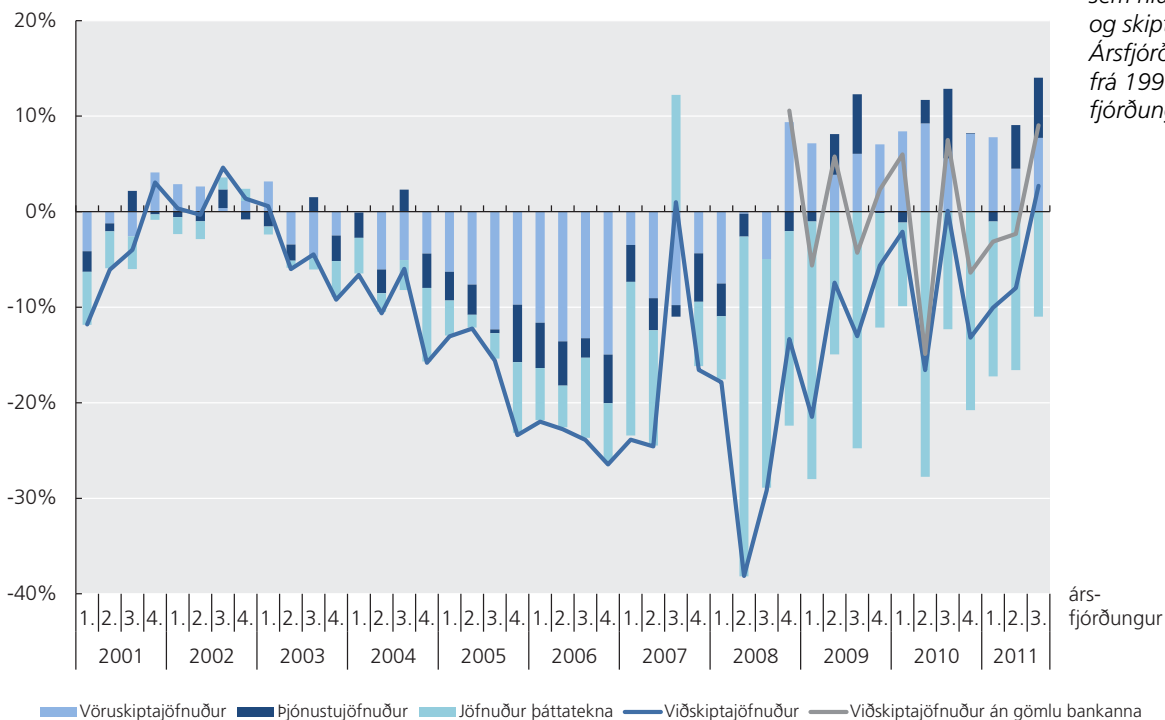
Þegar losað er um höftin þarf því að draga eins og kostur er úr líkum á því að önnur gjaldeyris- og skuldakreppa skelli á. Það er gert með fyrirbyggjandi aðgerðum sem draga úr þrýstingi á útflæði gjaldeyris, ef þörf reynist á, ásamt því að tryggja innflæði gjaldeyris á sama tíma og losað er um höftin.

3.2 Aðgengi ríkisins að mörkuðum

Ríkissjóður gaf út skuldabréf fyrir 1 ma.USD þann 9. júní 2011 og voru kaupendur aðallega erlendir fagfjárfestar skv. tilkynningu Lánamála ríkisins. Ávöxtunarkrafa bréfanna var 320 punktum yfir Libor. Þar með er ríkissjóður búinn að sýna fram á að hann njóti trausts og hafi, að minnsta kosti síðastliðið sumar, aðgengi að erlendum mörkuðum. Efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins lauk síðsumars og stefnt er að afgangi á frumjöfnuði ríkissjóðs í ár og heildarafgangi árið 2014. Lánshæfismat ríkissjóðs er þó enn í lægsta þrepi fjárfestingarflokks hjá Standard og Poor's og Moody's, með stöðugar horfur hjá S&P en neikvæðar hjá Moody's, og í efsta þrepi spákaupmennskuflokks („ruslbréfa“) hjá Fitch og R&I, með stöðugar horfur. Það væri æskilegt að lánshæfiseinkunn ríkisins myndi ná að rísa áður en höftum verður aflétt því það gæti dregið úr útflæði fjármagns þar sem líklegt er að einhverjum erlendu eigenda aflandskróna sé óheimilt að eiga skuldabréf útgefenda í spákaupmennskuflokki. Árangursrík losun þess hluta aflandskróna sem eru óstöðugar fyrir almennt afnám hafta dregur því úr hættu á fjármagnsflotta síðar og gerir það kleift að lyfta höftum fyrir en ella.

Þá er ekki hægt að útiloka áhrif í hina áttina, þ.e. að lágt lánshæfismat endurspeglir meðal annars haftaumhverfið. Losun haftanna gæti því einnig verið mikilvægt skref í því að bæta lánshæfiseinkunn ríkissjóðs og þar með stuðlað að aukinni erlendri fjárfestingu í landinu.²

Mynd 2 Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af VLF og skipting hans. Ársfjórðungstölur frá 1997 til 3. fjórðungs 2011.



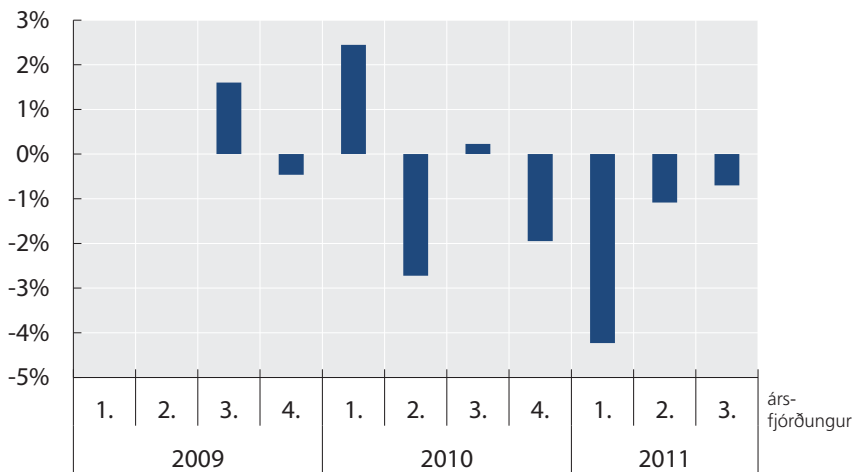
2. Í greinargerð Standar & Poor's um lánshæfiseinkunn ríkisins frá 23. nóvember 2011 kemur fram að hugsanlegur óróleiki við afnám hafta sé einn helsti áhættuþátturinn við lánshæfismat landsins. En þar er einnig bent á að aukin erlend fjárfesting sem stuðlar að auknum hagvexti og dregur úr ytri áhættu myndi leiða til hraðari lækkunar erlendra skulda og þannig skapa forsendur fyrir áfallalausni afnámi hafta. Það myndi styrkja lánshæfiseinkunn landsins.

3.3 Viðskiptajöfnuður

Viðskiptajöfnuður hefur þróast til hins betra eftir hrun. Afgangur hefur verið af vöruskiptum á hverjum fjórðungi frá og með þeim fjórða 2008 og að meðaltali milli 6% og 8% yfir árið. Þá hefur einnig verið afgangur á þjónustujöfnuði á öðrum og þriðja fjórðungi síðastliðin þrjú ár og að jafnaði um og yfir 2% afgangur yfir árið og hefur heldur farið vaxandi það sem af er þessu ári.

Þáttatekjujöfnuður án gömlu bankanna hefur verið mjög sveiflugjarn. Hann var jákvæður um 3,2% af VLF á fjórða ársfjórðungi 2008 en hefur frá því verið neikvæður. Minnstur var hallinn á þáttatekjum án gömlu bankanna 1,3% af VLF á fyrsta ársfjórðungi 2010 en mestur mældist hann 26,6% fjórðungi síðar. Fjögurra fjórðunga meðaltal hefur sveiflast á bilinu -6% til -14% af VLF. Afgangur var á viðskiptajöfnuði án gömlu bankanna á fjórða fjórðungi 2008, yfir 10% af VLF. Á þennan mælikvarða, þ.e. án áhrifa fjármálastofnana í slitameðferð, hefur viðskiptajöfnuður verið að meðaltali í jafnvægi hvort heldur litið er til síðustu veggja eða þriggja ára.

Mynd 3 Viðskiptajöfnuður án áhrifa innlánsstofnana í slitameðferð síðastliðna fjóra ársfjórðunga sem hlutfall af VLF. Fjögurra fjórðunga meðaltalið hefur lækkað úr 1,6% afgangi á þriðja fjórðungi 2009 í 0,7% halla á þriðja fjórðungi í ár en fór lægst í 4,2% halla á fyrsta ársfjórðungi 2011.



Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands og útreikningar höfundna

	2010	2011	2012	2013
Viðskiptajöfnuður, % af VLF	-3,7	-1,9	-1,4	-2
án fallinna banka	6,4	7,4	7,4	5,4
án fallinna banka og Actavis	12,8	12,3	12	9,8

Mynd 4 Leiðrétting á viðskiptajöfnuði vegna fallinna banka og Actavis. Taflan sýnir mat Seðlabankans frá því í mars 2010 á viðskiptajöfnuði, undirliggjandi viðskiptajöfnuði án föllnu bankanna og undirliggjandi viðskiptajöfnuði án fallinna banka og án vaxtagreiðslna Actavis. Allar tölur eru hlutfall af VLF.

Auk gömlu bankanna sem eru í slitameðferð hafa vaxtagreiðslur af erlendum lánnum Actavis töluverð áhrif á viðskiptajöfnuð. Að mati Seðlabankans sem birt var í skýrslu bankans um afnám gjaldeyrishafta í mars síðastliðnum var undirliggjandi viðskiptajöfnuður í fyrra um 16,5% hagstæðari en tölur um viðskiptajöfnuð gefa til kynna. Um 10% hallans stafa af reiknuðum þáttatekjuhalla föllnu bankanna og um 6,5% vegna vaxtagreiðslna Actavis. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður í ár og á næstu tveimur árum verður með sömu leiðréttingum um 12% til 14% hagstæðari en ella og því nálægt 10% afgangur á ári í hlutfalli við VLF af greiðslum milli landa.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Viðskiptajöfnuður, % af VLF	9,8	7,1	3,1	2,4	2,7	2,0
Gjaldeyrisforði, ma.USD	6,1	3,5	3,0	2,0	2,4	2,0

Mynd 5 Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (án fallinna banka og Actavis) í hlutfalli við VLF og gjaldeyrisforði í mð.USD. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, haust 2011.

Afgangur á viðskiptajöfnuði auðveldar að öðru jöfnu afnám gjaldeyrishafta. Fleira þarf þó að koma til. Markviss endurreisn efnahagslífsins hjálpar einnig. Hröð og markviss fjárhagsleg endurskipulagning fyrirtækja sem bankarnir hafa tekið yfir er mikilvæg til þess að fjárfesting í atvinnurekstri taki nægjanlega við sér. Töluvert hefur unnist í þessum málum á undanförunum mánuðum og mikilvægt að sú vinna haldi dampi samhliða afnámi gjaldeyrishafta þannig að álitlegir fjárfestingarkostir skapist í innlendum atvinnurekstri.

3.4 Gjaldeyrisforði

Gjaldeyrisforði Seðlabankans þarf að vera nægjanlega umfangsmikill og traustur þegar höftin verða losuð. Forðinn hefur styrkst verulega á undanförunum misserum og langtímafjármögnun hans aukist með lánveitingum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, Norðurlandanna, Póllands og í tengslum við kaup lífeyrissjóðanna á Avens-bréfunum. Nettó forðinn, þegar tekið hefur verið

tillit til skammtímafjármögnunar, er nú 270 ma.kr. Til þess að styrkja nettó gjaldeyrisstöðuna þarf Seðlabankinn að vera virkur kaupandi á gjaldeyri – slíkt heldur líka aftur af óeðlilegri styrkingu krónunnar innan haftamúranna.

Seðlabankinn hefur á undanförunum tveimur árum nýtt forðann að nokkru leyti til þess að draga úr erlendri skuldsetningu þjóðarþúsins. Seðlabankinn leysti til sín hluta af erlendum skuldabréfum ríkissjóðs með gjalddaga á árunum 2011 og 2012 á síðustu tveimur árum. Í mars 2010 hafði bankinn keypt 81,1 m.EUR af bréfum sem eru á gjalddaga 1. desember 2011 og 10 m.EUR í þeim sem eru á gjalddaga í apríl 2012. Í júní 2010 keypti bankinn 160 m.EUR af skuldabréfum með gjalddaga 2011 og 32 m.EUR af bréfum sem eru á gjalddaga 2012. Á sama tíma nýtti bankinn 632 m.EUR af lánsheimild frá Norðurlöndunum og Póllandi í tengslum við efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Bankinn hélt áfram að kaupa þessi skuldabréf upp á markaði í ár og í apríl keypti hann fyrir alls 346 m.EUR í þessum tveimur skuldabréfaflokkum.

Seðlabankinn hafði styrkt gjaldeyrisforðann undir lok árs 2010. Í september 2010 seldi hann danska bankann FIH fyrir 670 m.EUR en Seðlabankinn hafði veð í stærstum hluta FIH síðan hann lánaði Kaupþingi 500 m.EUR í október 2008. Þá var tekið fram að söluverðið gæti hækkað á næstu árum með hliðsjón af afkomu bankans og ávöxtun sjóða í hans eigu. Um áramótin 2010 og 2011 tilkynnti Seðlabankinn svo að hann hefði keypt gjaldeyri af íslenskum bönkum og einnig gert framvirka samninga um frekari gjaldeyriskaup í þeim tilgangi að bæta stöðu gjaldeyrisforðans og jafnframt að draga úr gjaldeyrismissvægi á efnahagsreikningum bankanna. Þessi kaup námu samtals 72,5 mö.kr. og voru um tveir þriðju þeirrar upphæðar í framvirkum samningum.

Þörf á frekari eflingu forðans

Gjaldeyrisforði Seðlabankans var um 1112 ma.kr. í lok nóvember 2011 (um 72% af landsframleiðslu 2010) en erlendar skuldir til fjármögnunar forðans, skammtíma og langtíma, nema ríflega þeirri upphæð. Í lok nóvember stóðu afborganir næstu 12 mánuði í 613 mö.kr og þar af 552 ma.kr. í desember. Samkvæmt hagtolum Seðlabankans var nettó skammtíma gjaldeyrisforði 271 ma.kr. fjármagnaður með 261 ma.kr. láni frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og 39 ma.kr. erlendu langtímaláni. Samkvæmt þessum útreikningum er nettóforðinn því neikvæður um 29 ma.kr. og um 83 ma.kr. ef einnig er tekið tillit til bundinna gjaldeyrisinnstæðna ríkissjóðs. Gjalddeyrisforði þjóðarinnar virðist því ekki nægjanlega traustur til þess að takast á við hættuna á miklu útfærði fjármagns á skömmum tíma.

Mynd 6 Samsetning gjaldeyrisforðans 30. nóvember 2011.

Erlendar eignir	1.112.148
Erlendar eignir utan forða	1.842
Erlendar skammtíma skuldir	42.525
Mótvirði við IMF	20.885
Gjaldeyrisreikningar fjármálastofnana	206.707
Bundnar gjaldeyrisinnstæður fjármálastofnana	293.163
Gjaldeyrisinnstæður ríkissjóðs	276.246

Nettó skammtíma gjaldeyrisstaða	270.781
Erlendar langtímaskuldir	38.571
Langtímaskuld við IMF	261.145
Bundnar gjaldeyrisinnstæður ríkissjóðs	53.643

Nettó gjaldeyrisstaða	-82.578
-----------------------	---------

Aðgengi ríkisins að erlendu langtímalánsfé og fjármögnun gjaldeyrisforðans voru lykilkættir í efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Seðlabankinn á því í dag verulegt magn af lausu fé sem hægt er að nota til að mæta gjaldeyrisútfærði og á móti þessari lausafjárstöðu standa langtímaskuldir ríkisins. Í því fælist hins vegar veruleg áhætta að treysta á forðann til að greiða fyrir útfærði við afnám haftanna því að erlendar skuldir ríkisins sem þar standa að baki þarf að endurgreiða (eða endurfjármagna) á næstu árum.

3.5 Raungengi

Raungengið veiktist mjög þegar krónan féll á árinu 2008. Það hafði náð hámarki árið 2005 um 15,6% sterkara en að jafnaði á síðustu 30 árum og árið 2007 var raungengið enn nærri 13% sterkara en að meðaltali á þessu tímabili. Raungengið veiktist skyndilega árið 2008 þegar krónan féll vegna greiðsluferfiðleika stóru íslensku bankanna. Árið 2009 var það um 27% veikara en á árunum 1980 til 2010 og árið eftir var það um 23% undir þessu meðaltali. Veikt raungengi þýðir einfaldlega að innfluttar vörur og þjónusta verða tiltölulega dýr á meðan innlendar vörur og þjónusta verða tiltölulega ódýr. Þessi mikla breyting raungengisins hefur átt þátt í viðsnúningi viðskiptajafnaðar sem rætt er um hér að framan. Haldist raungengið áfram veikt á næstunni mun það halda áfram að stuðla að myndun viðskiptaafgangs og gjaldeyrisinnstreymis og styðja þannig við afnám gjaldeyrishafta. Veikt raungengi, líkt og nú er, er því mun heppilegri útgangspunktur við afnám haftanna en sterkt raungengi.

Mynd 7 Frávik raungengis í % frá meðaltali tímabilsins 1997 til 2011.

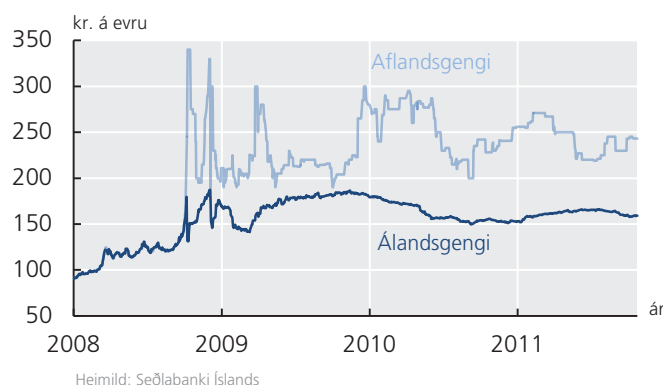


Heimild: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfundna

Raugengið er nú um 20% undir meðaltali síðustu fjórtán ára. Það hefur styrkst nokkuð frá því það varð lægst á seinni hluta ársins 2009. Ef raugengið er sterkt þegar gjaldeyrishöftum er lyft eykst hættan á að það veikist við afléttingu þeirra sem í versta falli gæti leitt til fjármagnsflóttu. Ef raugengið er aftur á móti lágt við afnám haftanna er líklegra að það styrkist.

Þegar gjaldeyrishöftum var komið á haustið 2008 myndaðist mikið bil milli aflands gengis og álands gengis á krónum. Þetta bil minnkaði með tímanum, sem gefur vísbendingu um að höftin hafi lekið. Haustið 2009 voru gjaldeyrishöftin hert töluvert og eftirlit með þeim aukið. Þá jókst bil milli álands- og aflands gengis á ný, fyrst og fremst þannig að aflandsengið veiktist.

Mynd 8 Gengi krónu gagnvart evru. Seðlabankagengi og aflandsgengi.



3.6 Lausafjárstaða bankakerfisins

Viðskiptabankarnir eru nú fjármagnaðir að tveimur þriðju hlutum með innlánum. Lausafjárhlutföll þeirra eru því næm fyrir úttektum innlána en gera má ráð fyrir að þær aukist við afnám gjaldeyrishafta.

Seðlabankinn mat getu bankanna til að takast á við skyndilegt útfærði innlána í tengslum við afnám gjaldeyrishafta og voru niðurstöður þess mats birtar í skýrslu Seðlabankans um afnám gjaldeyrishafta í mars 2011. Nokkrar sviðsmyndir voru skoðaðar í þessu samhengi til að varpa ljósi á hvernig færi fyrir lausafé bankakerfisins ef gjaldeyrishöftum yrði aflétt að fullu fyrirvaralaust. Niðurstöðurnar voru að bankakerfið myndi ráða við útstreymi allra innlána erlendra aðila ef ekkert annað útfærði innlána yrði samtímis. Einnig ættu bankarnir að ráða við útstreymi helmings innlána erlendra aðila og helmings gjaldeyrissinnlána og 10% annarra innlána. Útstreymi allra innlána erlendra aðila og allra gjaldeyrissinnlána ásamt 15% annarra innlána myndi aftur á móti þurrka upp allt laust fé bankanna og aðgengi þeirra að lausu fé.

Ef erlendir aðilar tækju út sín innlán en megnið af innlánnum innlendra aðila yrðu um kyrrt myndu tryggja lausafjareignir bankanna duga þótt þeir færu undir lágmarks lausafjárhlutföll. Meginniðurstaðan var að bankakerfið myndi ekki þola að töluverður hluti innlendra aðila flytti innlán sín út að miklu leyti.

3.7 Peningastefnan eftir höft

Ein af þeim forsendum sem er að finna í áætlun Seðlabankans fyrir almennu afnámi hafta er að fyrir liggja hvert framtíðarfyrirkomulag peningastefnunnar verður. Í umsögn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins vegna lokaafgreiðslu efnahagsáætlunarinnar í ágúst 2011 er vikið að framtíðarfyrirkomulagi peningastefnunnar með þessum orðum: „Defining a post-capital control monetary framework will be important going forward. With the lifting of capital controls expected to take some time, however, it was agreed that the discussion of the future monetary policy regime would continue in forthcoming missions, notably the Article IV.“ Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn virðist sem sagt álykta að höfðu samráði við yfirvöld að ekki liggja svo mikið á því að kortleggja fyrirkomulag peningastefnunnar þar sem gjaldeyrishöftin munu verða viðvarandi um nokkurt skeið.

Ekki forsenda afnáms

Hvorki er nauðsynlegt né ráðlegt að bíða með losun gjaldeyrishafta þar til framtíðarfyrirkomulag peningastefnunnar liggur fyrir. Umgjörð peningastefnunnar er og verður í sífelldri endurskoðun. Fyrirkomulag gengismála hefur, hér líkt og annars staðar, tekið breytingum gegnum tíðina og svo mun líklega verða áfram. Frá því að sjálfstæð gengisskráning íslensku krónunnar var tekin upp árið 1922 hefur gengið ýmist flotið eða verið fast og þegar það hefur flotið hefur vægi markaðsgengis og inngripa vegna beinnar eða óbeinnar gengisstefnu verið mismikið. Þegar gengið hefur verið fast hefur því verið stýrt mismikið með ákvörðunum um breytingar viðmiðunargjaldmiðils eða -vísitalna, tilfærslu miðgengis og breytingum á leyfðum frávikum.

Vægi markmiðssetningar og markaðsákvörðunar í gengisskráningu hefur því verið breytilegt hingað til. Ekki skiptir máli í þessu samhengi hvort gengið verður kyrrfilega fest á næstu árum eða áratug í kjölfar hugsanlegrar, og kannski tímabundinnar, aðildar að Evrópusambandinu, með myntráði, annarri gengisbindingu eða hvort því verður leyft að fljóta innan marka eða án þeirra, með inngripum Seðlabankans til að sporna við stórum frávikum raugengis eða í öðrum tilgangi. Óþarfa bann eða verulegar takmarkanir á fjármagnsviðskiptum milli landa eru skaðlegar útaf fyrir sig og því er, óháð fyrirkomulagi peningastefnunnar á næstu árum, æskilegt að aflétta slíkum takmörkunum hið fyrsta.

Frá aldamótum höfum við kynnst þeirri tímabundnu sælu og þeim skelfilegu fráhrarfseinkennum sem fylgja óheftu innflæði fjármagns um langt skeið og skyndilegum viðsnúningi. Reynsla okkar er sú sama og annarra. Óheftu innflæði fjármagns fylgir tímabundin kaupmáttaraukning og tímabundin

hækkun eignaverðs (og hvor tveggja verður talin varanleg þegar hún hefur staðið í nokkurn tíma) samhliða stórukinni skuldsetningu heimila og fyrirtækja. Óháð því hvert fyrirkomulag peningastefnu og gjaldmiðils verður næstu árin og áratugina er mikilvægt að draga úr hvötum til þeirrar hegðunar sem að endingu leiðir til gjaldeyris- og skuldakreppu. Vangaveltur um heppilegustu peningastefnuna og gjaldmiðilinn þurfa því ekki að flækjast fyrir útfærslu og framkvæmd losunar gjaldeyrishafta.

4 Aðgerðir til að létta höftum til þessa

4.1 Aðgerðir Seðlabanka til þessa

Gjaldeyrishöftin eru á forræði ríkisstjórnarinnar en Seðlabankinn hefur í tvígang birt áætlun um losun þeirra frá því að þeim var komið á. Fyrri áætlunin var birt í byrjun ágúst 2009 en sú síðar í mars 2011.

Þann 31. október 2009 var fyrsta skrefið tekið samkvæmt fyrri áætlun. Þá var aflétt höftum á nýfjárfestingu til landsins. Í október 2010 sendi seðlabankastjóri frá sér sérstaka yfirlýsingu um gjaldeyrishöft og ný áætlun var síðan kynnt í mars 2011. Nú er unnið eftir þeirri áætlun. Í henni er lýst hvernig höftum verði aflétt í tveimur áföngum. Fyrri áfanginn gengur út á að losa um krónueignir erlendra aðila sem verður gert í nokkrum skrefum. Seinni áfanginn er aflétting hafta á almennu fjármagni.

4.2 Núverandi áætlun um afnám hafta

Sú leið sem Seðlabankinn hefur valið er að reyna að „ýta“ aflandskrónum út úr kerfinu áður en opnað verður fyrir almenn fjármagnsviðskipti. Þau fáu skref sem enn hafa verið tekin á þeirri braut benda ekki til þess að það gangi allt of vel. Það þarf þó ekki endilega að vera slæmt því mögulega þýðir það að áhugi núverandi eigenda krónanna á því að flyta sér með þær úr landi sé alls ekki svo mikill. En það getur líka verið vísbending um að eigendurnir vilji ekki gefa upp að þeir hafi áhuga á að flyta sér út vegna þess að þeir telji að betri kjör fái með því að bíða um sinn. Það virkar líka letjandi á fjárfesta að losa sig við íslenskar krónur og auðveldar þeim biðina að vextir á krónum eru mun hærri en vextir á öllum stærstu gjaldmiðlum heimsins um þessar mundir.

Dræmar undirtektir við útboðum

Fyrri áfanga afnámsáætlunar Seðlabankans er skipt í nokkur skref. Í því fyrsta er aflandskrónum skipt fyrir gjaldeyri í eigu Íslendinga og þær festar í ríkisskuldabréfum. Í öðru skrefi er aflandskrónum veitt í innlendar fjárfestingar en í því skrefi er þess krafist að erlendur gjaldeyri sé lagður fram til hálfis í fjárfestinguna. Tvær umferðir fyrsta þreps voru farnar í sumar og voru undirtektir dræmar.

Mynd 9 Niðurstöður úr gjaldeyrisuppböðum SÍ.

		Tilboð ma.		Tekið ma.		Gengi		Skuldabréf
		ISK	m. EUR	ISK	m. EUR	meðal	lágmarks	ma. ISK
SÍ selur gjaldeyri	23.5.2001	61,1		13,4		218,89	215	
SÍ kaupir gjaldeyri	16.6.2011		71,8		61,7		210	13
SÍ selur gjaldeyri	28.6.2011	52,2		14,9		216,33	215	
SÍ kaupir gjaldeyri	2.8.2011		3,4		3,4		210	0,7

Erfitt er að túlka þessar niðurstöður. Þær eru þó ótvíræð vísbending um að langstærstur hluti aflandskrónueigenda áltí þá gengi krónunnar sem bauðst í útboðunum vera of lágt. Áhugi aflandskrónueigenda á skiptunum var takmarkaður, að minnsta kosti eftir fyrri útboðið. Það kann að vera vegna þess að þeir erlendu aðilar sem nú halda á þessum eignum hafi trú á íslensku efnahagslífi. Það getur líka verið að þeir telji ekki tímabært að selja krónur í þeim tilgangi að hámarka hagnað eða að þeir eigi von á því að þeir sem taki þátt í seinni útboðum fái betri kjör. Einnig kann að hafa haft áhrif að skilyrði fyrir þátttöku í útboðunum voru ströng og gert var ráð fyrir að eignirnar yrðu festar í fimm ár, meðal annars með banni við sölu, veðsetningu eða hvers kyns framsali innan þess tímabils. Margir erlendir fjárfestar hafa því líklega kosið að bíða og sjá hvort ekki byðist eitthvað betra á næstunni.

Ríkisskuldabréf og útgönguskattur næstu skref

Annað þrepið, 50/50 leiðin, þar sem aflandskrónueigendum gefst kostur á að fjárfesta í innlendra starfsemi ef þeir koma með nýjan gjaldeyri var kynnt í nóvember. Ekki liggja fyrir niðurstöður um árangur þeirrar leiðar þegar þetta er ritað. Næsta þrep á eftir 50/50 leiðinni er að bjóða til sölu ríkisskuldabréf í erlendra mynt. Þá stendur til að bjóða erlendum krónueigendum, sem ekki eru farnir út í gjaldeyrisuppböðum og 50/50 leiðinni, til sölu ríkisskuldabréf í erlendum gjaldmiðli. Lokaprepið í fyrri hluta áætlunarinnar er síðan að nota útgönguskatt á það sem eftir stendur og að því búnu að opna fyrir almenn viðskipti og þrepa niður útgönguskattinn.

4.3 Anmarkar á áætlun Seðlabankans

Áætlun Seðlabankans hefur dregist nokkuð á langinn. Reglur um hverjir mega vera með og hverjir ekki flækja framkvæmdina og hafa áhrif á eftirspurn í útboðunum. Þá er hvatinn til þátttöku í uppboðum takmarkaður nema ef mikill vilji eða þörf er á því að komast úr aflandskrónugengi því ef þau ganga vel eru líkur á því að hagstæðara gengi fáiast með því að bíða. Enda kom það í ljós síðastliðið sumar að áhugi á útboðum Seðlabankans var ekki mikill. Það má túlka af bjartsýni þannig að erlendir eigendur krónueigna séu ekki svo áfjáðir í að selja þær, en eftirspurn eftir gjaldeyri í fyrsta útboði Seðlabankans var aðeins um 61 ma.kr. og aðeins um 52 ma.kr. í öðru útboðinu eftir að tilboðum fyrir rúma 13 ma.kr. hafði verið tekið í því fyrsta. Eftirspurn innlendra aðila sem máttu taka þátt í útboði gjaldeyrisins dróst enn hraðar saman og nam aðeins 3,4 m. evra í öðru útboðinu í ágúst.

Takmarkanir voru á því hverjir máttu taka þátt í uppboði gjaldeyrisins sem og krónanna sem fengust fyrir hann. Aðeins erlendir aðilar eða innlendir aðilar sem höfðu átt krónur í erlendum bönkum samfelld frá því fyrir höft máttu bjóða í gjaldeyrinn. Eigendur gjaldeyris sem ekki er skilaskyldur, þ.e. eignin myndaðist fyrir hrun, var svo leyft að taka þátt í útboði verðtryggðra ríkisskuldabréfa sem óheimilt er að selja í fimm ár eftir að kaupin fara fram. Áhugi á því var lítill. Það er ólíklegt að þessar takmarkanir á þátttöku í gjaldeyrisuppboðum og skuldabréfaútboðum séu best til þess fallnar að létta nægjanlega af þrýstingi á markaðnum eða að ná fram samleitni í gengi krónunnar.

Fjölþætt markmið auka flækjustig

Eitt vandamálið við aðferðafræði Seðlabankans er hvað markmiðin eru fjölþætt, þ.e.a.s. auk þess að verið er að forða of hröðu útflæði er verið að leita leiða til þess að flokka „aflandskrónur“ í „fyrir hafta“ krónur og „eftir hafta“ krónur. Einnig hefur verið gerður greinarmunur á innlendum og erlendum aðilum. Markmiðið virðist því vera að reyna að læsa inni þá krónueigendur sem eignuðust sínar krónur árið eftir hrun, þ.e.a.s. fram til þess að Seðlabankinn breytti reglum um gjaldeyrisviðskipti í árslok 2009.

Full ástæða er því til að setja fram nýja áætlun um afléttingu gjaldeyrishafta sem er markvissari, einfaldari og mun ganga hraðar fram en gildandi áætlun Seðlabankans. Hér á eftir fylgir tillaga að slíkri áætlun sem er ætlað að aflétta höftum á tiltölulega skömmum tíma þannig að kostnaði fyrir bæði samfélagið og ríkið sé haldið í lágmarki.

5 Raunhæf leið til að afnema höftin

Greiningin að framan sýnir að líklegt er að gjaldeyrisstraumar séu að mestu leyti í jafnvægi um þessar mundir og verði það á næstu árum. Ennfremur er ljóst að núverandi gjaldeyrisforði er á engan hátt nægjanlegur til þess að hægt sé að nota hann til að losa aflandskrónur úr landi. Þetta þýðir að forsendur væru fyrir hendi til afnáms hafta ef aflandskrónur væru ekki til staðar. Ekki er hins vegar talið réttlætanlegt að halda efnahagslífinu í spennitreyju hafta vegna þeirra eigna sem leituðu inn í hagkerfið á þensluárunum fyrir hrun í leit að hárrí ávöxtun. Nauðsynlegt er að afnám hafta á nýjum viðskiptum gagnvart innlendum aðilum og nýjum erlendum fjárfestum hafi forgang við almennt afnám hafta.

5.1 Nokkrir kostir við afnám hafta

Losun gjaldeyrishafta mun alltaf fylgja áhætta og það borgar sig að draga úr henni að vissu marki. En ef beðið er eftir því að öll hugsanleg skilyrði sem mögulega geta dregið úr áhættu að einhverju leyti séu uppfyllt þá verður gjaldeyrishöftum aldrei aflétt og kostnaðurinn sem af þeim hlýst mun magnast með tímanum.

Fullt og fyrirvaralaust afnám gjaldeyrishafta er þó ekki vænlegt vegna þeirrar áhættu sem því fylgir. Ef öllum höftum á fjármagnsflutninga er aflétt í einu vefangi er hugsanlegt, þótt það sé ekki víst, að mikið fjármagnsflæði verði úr landi og krónan veikist verulega á ný. Ýmsar leiðir eru færar til þess að draga úr útfærslu. Stór hluti krónueignar erlendra aðila á Íslandi er upphaflega kominn til vegna stöðutöku með krónunni. Það er hugsanlegt, þótt ekki sé hægt að gefa sér það fyrirfram, að stór hluti þess fjármagns verði fluttur út við fyrsta tækifæri. Það þarf þó alls ekki að vera víst og ein túlkun á lítilli þátttöku í gjaldeyrisútboðum Seðlabankans síðastliðið sumar er að eigendum þessa fjármagns liggi ekkert sérstaklega á að flytja það úr landi.

Langtímafjárfesting eða skilgreint endurgreiðsluferli

Þar sem erlendir aðilar eiga verulegar fjárhæðir hér á landi í auðseljanlegum eignum og lausafé má draga úr hættunni á falli krónunnar við afnám hafta með því að:

1. gefa þeim kost á að flytja þetta fjármagn í langtímafjárfestingar hér á landi áður en opnað er fyrir fjármagnsviðskipti,
2. skipta þessum krónum fyrir gjaldeyri aðila sem vilja fjárfesta hér til langs tíma, eða
3. festa eign erlendra aðila til langs tíma og koma henni í viðráðanlegt endurgreiðsluferli.

Fyrstu skrefin í fyrri hluta afnámsáætlunar Seðlabankans, þ.e. skipti aflandskróna fyrir gjaldeyri innlendra langtímafjárfesta og fjárfestingarleiðin, eru af þessum meiði. Ekki er þó tryggt að þessar aðgerðir laði fram þá fjárfesta sem hvað mest liggur á að flytja sitt fjármagn hvort sem þeir eru erlendir aðilar eða ekki.

Önnur leið væri að festa krónueign erlendra aðila til margra ára og greiða hana út á viðráðanlegum tíma, til dæmis einn tuttugasta á ári. Þannig er tryggt að þetta fjármagn setji ekki óviðráðanlegan þrýsting á gengið þegar höftunum er lyft. Þannig er jafnframt tryggt að allt þetta fjármagn fari út að lokum. Það kann reyndar að vera óþarfi og jafnvel óæskilegt því með því væri hugsanlega verið að ýta úr landi erlendum fjárfestum á sama tíma og reynt er að fá aðra slíka til landsins. En það getur hjálpað til við að opna fyrir aðgengi að erlendum fjármagnsmörkuðum að koma þeim eignum erlendra aðila sem festust í landinu þegar höftin voru innleidd í skilgreint endurgreiðsluferli.

Tillaga hópsins: útgáfa ríkisskuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum

Hér er lagt til að gjaldeyrishöftin verði afnumin í tveimur skrefum. Fyrra skrefið gengur út á að losa um svokallað „snjóhengju“ óþolinmóðs fjármagns með því að gefa öllum eigendum króna, innlendum sem erlendum, kost á að bjóða í langtíma ríkisskuldabréf í erlendum gjaldmiðlum. Slík bréf væri svo hægt að selja á virkum eftirmarkaði og breyta þannig í aðrar tegundir erlendrar eigna (hlutabréf, skuldabréf, bankainnstæður, fasteignir, o.s.frv.). Ef allt gengur að óskum ætti að vera hægt að ljúka þessu skrefi á þremur til fjórum mánuðum.

Seinna skrefið er svo afnám almennra gjaldeyrishafta þar sem hömlum sem nú eru í gildi er aflétt í þrepum á um það bil tólf mánaða tímabili. Þessu til viðbótar þarf að útfæra þegar í stað varúðarreglur sem ætlað er að koma í veg fyrir að þau vandamál sem leiddu til gjaldeyriskreppunnar endurtaki sig,

þ.e. að sporna við óhóflegri erlendri skuldsetningu og gjaldmiðlaskekkingu efnahagsreikninga. Að auki er líklega þörf á tímabundnum viðbótartakmörkunum til að dempa hugsanlegt útfærð fjármagns fyrst eftir að losað hefur verið um höftin. Nánar er fjallað um þessi atriði hér á eftir.

Útgáfa langtíma ríkisskuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum er einnig æskileg með það að leiðarljósi að hefja endurfjármögnun gjaldeyrisforðans. Til þess að hvetja þá sem vilja fara með krónur sínar úr landi til þess að taka þátt í útboðinu, og tryggja þannig að það dragi úr þrýstingi á markaðinn þegar losað verður um almenn höft í framhaldinu, þarf að skapa rétta hvata. Þannig mætti láta aflandskrónueigendur mæta afgangi við almennt afnám hafta að öðru leyti, þ.e. að þegar losað er um höft og magntakmarkanir þrepaðar niður, þá lendi þeir aftast í röðinni. Allir hvatar verða þó að miða að því að þvinga ekki þá fjárfesta út sem raunverulega kjósa fremur að eiga krónueignir en skuldabréf ríkissjóðs í erlendri mynt enda er markmiðið ekki að losna við erlenda fjárfesta heldur að stuðla að hæfilegum styrk krónunnar við afnám hafta.

Verðlagning skuldabréfa ríkisins í erlendri mynt sem seld yrðu með uppboðsfyrirkomulagi ætti að ráðast af bestu upplýsingum um vexti á skuldabréfum útgefnum af íslenska ríkinu á þeim tíma þegar þau eru seld svo og skuldatryggingarálagi (e. credit default swap basis). Eigendum aflandskróna og innlendum aðilum verði boðið að gera kaupþilboð í bréfin á grundvelli gengis krónu í viðskiptunum. Þegar er búið að marka þá leið að aflandskrónueigendur selji krónur sínar á undirgengi miðað við opinbert gengi. Langur lánstími (a.m.k. 20 ár) dregur úr greiðsluþrotsáhættu ríkissjóðs og ætti því að lækka CDS álag og ávöxtunarkröfu á erlendar lántökur.

Þetta má útfæra með reglulegum (t.d. mánaðarlegum) útboðum á ríkisskuldabréfum í erlendum gjaldmiðlum. Þegar nægjanlega lítill munur er á gengi í útboðunum og opinberu gengi má opna fyrir almenna fjármagnsflutninga að því gefnu að gjaldeyrisforðinn sé nægjanlegur til að ráða við væntanlegt útfærð. Ferlinu ætti að vera hægt að ljúka á um einu ári. Til að draga úr hættunni á miklu útfærð eftir losun haftanna mætti setja tímabundinn útgönguskatt á fjármagnsflutninga sem færi stíglækkandi á næstu mánuðum. Þá mætti til viðbótar við hlutfall erlendra fjárfestingar lífeyrissjóða setja hraðatakmarkanir á erlenda fjárfestingu þeirra, t.d. með því að takmarka þann hluta nettóinnflæðis í sjóðina sem fjárfesta má fyrir erlendis. Þetta hlutfall mætti svo hækka og afnema mörkin í nokkrum skrefum.

Til þess að flýta fyrir losun „hengjunnar“ og til þess að koma í veg fyrir að erlendir aðilar sem eiga krónur og hafa ekki fyrirætlanir um að festa fé sitt til lengri tíma hér á landi bíði eftir því að höftin verði afnumin í stað þess kaupa langtíma skuldabréf ríkisins strax, er ástæða til þess að opinbera strax að afnám hafta á fjármagnsflutninga verði í tveimur áföngum. Fyrst muni verða aflétt höftum á öllum krónum, öðrum en þeim sem eiga uppruna sinn í vaxtamunarviðskiptum (aflandskrónum), en höftum á aflandskrónum verði aflétt síðar þegar búið er að tryggja stöðugleika gjaldmiðilsins og að nægjanlegur forði sé til staðar. Á hinn bóginn er jafnframt æskilegt að þvinga ekki út þá aðila sem hafa trú á krónunni og íslensku efnahagslífi og undirgangast á sama tíma óþarfa skuldbindingar í erlendri mynt með þeim kostnaði og áhættu sem þeim fylgir. Þess vegna verður að gefa til kynna skýran ásetning stjórnvalda að aflétta höftum á allar krónur á sama tíma. Annað verði einungis gert ef sérstakar aðstæður krefjast.

5.2 Nánari útfærsla tillögunnar

Varúðarreglur

Þegar höftum hefur verið aflétt þurfa að vera til staðar almennar reglur sem auka stöðugleika og styðja við virka peningamálastjórnun, fremur en hömlur sem hvetja til högnunarviðskipta, leiða til óhagkvæmni, skapa réttarfarsóvissu í viðskiptum, o.s.frv.

Bætt lausafjárstýring og notkun forða gegn raungengissveiflum

Nauðsynlegt er að bæta reglur um lausafjárstýringu Seðlabankans. Hann þarf, líkt og aðrir seðlabankar, að meta lausafjárþörf lánakerfisins reglulega og beita virkri lausafjárstýringu til að draga úr sveiflum í peningamagni og vöxtum á millibankamarkaði. Slíkt myndi sennilega stuðla að stöðugra gengi til lengri tíma.

Einnig mætti Seðlabankinn huga að því að byggja upp gjaldeyrisforða þegar hann telur að raungengið sé verulega hærra en samræmist jafnvægi og hann gæti þá selt gjaldeyri þegar hann telur að raungengið sé mun veikara en fær staðist til lengdar. Hér er ekki verið að leggja til að Seðlabankinn setji sér markmið um tiltekið nafngengi og reyni að verja það, heldur að hann reyni að sporna við óhóflegum og langvinnum sveiflum í raungenginu, líkt og ýmsir seðlabankar á verðbólglumarkmiði gera. Seðlabankinn gæti þannig lagst á móti gjaldeyrisflæði þegar það er mjög einhliða. Ef vel er staðið að því ætti það að geta leitt til uppbyggingar gjaldeyrisforða á hagkvæman hátt. Stærð gjaldeyrisforðans nú er ekki nægjanleg að teknu tilliti til væntra útgreiðslna á næstu misserum til að stunda slík inngríp á gjaldeyrismarkaði og því þyrfti Seðlabankinn fyrst um sinn að auka við

regluleg gjaldeyriskaup sín á markaði óháð stöðu gengisins. Líklega væri heppilegast að bankinn myndi kaupa töluvert magn af gjaldeyri á næstu mánuðum og draga úr þeim á ný þegar almennum gjaldeyrishöftum verður lyft.

Hömlur á innflæði fjármagns og skekkingu efnahagsreikninga

Áður en almenn gjaldeyrishöft verða leyst þarf að innleiða varúðarreglur í þeim tilgangi að draga úr líkum á stjórnlausu gjaldeyrisflæði. Verið er að innleiða Basel III reglur á fjármálamarkaði og þar er meðal annars að finna reglur sem ætlað er að takmarka áhættutöku í bankarekstri, m.a. vegna gjaldeyrisviðskipta. Þar er einnig að finna reglur um lausafjárkröfur og eiginfjárkröfur á lánastofnanir sem eiga að taka mið af stöðu hagsveiflunnar. Það er ágætt útaf fyrir sig en þó verður líklega áfram ákveðnum vandkvæðum háð að meta stöðu hagsveiflunnar. Hluti af þeirri gagnrýni sem komið hefur fram á hagstjórn undangenginna ára, hér á landi og annars staðar, er hve mjög er treyst á líkön þar sem óvissar stærðir, sem ekki er mögulegt að mæla með beinum hætti eins og til dæmis verðbólugvæntingar og framleiðsluspenna, ráða miklu við ákvarðanatöku. Það er hugsanlegt að aukið mikilvægi fleiri slíkra stærða hjálpi til en það mun koma í ljós með tímanum.

Það á við um fjármagnsflutninga líkt og önnur viðskipti að almennt eru hömlur á viðskipti og höft til þess fallin að draga úr hagkvæmni. Ákvarðanatöku fer að miðast við að sniðganga kostnað vegna haftanna en ekki aðeins við að hámarka arðsemi. En óheftir fjármagnsflutningar milli landa geta einnig leitt til kostnaðar. Það á einkum við þegar umfang þeirra er mikið miðað við stærð hagkerfisins og gjaldeyrisforðans og þegar þeir eru mun meiri í aðra áttina en hina. Í aðdraganda gjaldeyriskreppunnar sem varð hér árið 2008 streymdi gríðarlegt fjármagn óheft til landsins og olli mikilli hækkun innlends eignaverðs. Eins og jafnan gerist í kjölfar slíkra tímabila þá stöðvaðist innflæðið mjög skyndilega og snerist við. Þessi skyndilegi viðsnúningur á flæði erlends fjármagns er fylgifygur óhefts innstreymis erlends fjármagns og getur valdið verulegri röskun efnahagsstarfseminnar. Til þess að draga úr líkum á slíkum viðsnúningi eða að minnsta kosti umfangi hans þarf að draga úr líkum á því að óheft innstreymi fjármagns hefjist á ný og blási upp eignaverð. Það þarf því að setja ákveðnar takamarkanir á vilja og getu innlendra aðila til að taka á móti erlendu fjármagni og þeirri áhættu sem fylgir því að skekkja gjaldmiðlasamsetningu efnahagsreikninga um of.

Nú er í gangi vinna í Seðlabankanum við útfærslu varúðarreglna sem er ætlað að draga úr hættunni á því að efnahagslegt ójafnvægi af þeirri stærðargráðu sem var undanfari gjaldeyriskreppunnar skapist á ný. Til þess að koma í veg fyrir að á móta ójafnvægi og orsakaði gjaldeyriskreppuna byggist upp að nýju þarf að setja ákveðnar reglur um erlendar lántökur og gjaldeyrisviðskipti.

Æskilegt er að takmarkanir á gjaldeyrisviðskipti að öðru leyti verði sem minnstar. Fjárfestar þurfa að geta stundað verðbréfafjárfestingar til þess að dreifa áhættu. Fyrirtæki þurfa að geta stundað beinar fjárfestingar í starfsemi utanlands til þess að efla starfsemi sína. Fyrirtæki og stofnanir þurfa einnig að geta varið sig með gengisvörnum með eðlilegri verðmyndun til þess að draga úr áhættu á rekstri.

Ein helsta orsök gjaldeyriskreppa er gjaldeyrisójafnvægi á efnahagsreikningum ákveðinna geira hagkerfisins, þ.e. banka, fyrirtækja, heimila og sveitarfélaga. Því er eðlilegt að framfylgja ströngum reglum um gjaldeyrisjöfnuð fjármálastofnana. Það þarf að gera með reglum um hóflega hámarks-gjaldmeyrisskekkingu en heildarumfang mögulegrar gjaldmeyrisskekkingar í kerfinu þarf einnig að taka mið af stærð efnahagsreiknings bankakerfisins.

Ekki er síður mikilvægt að koma hömlum á getu viðskiptavina banka til þess að búa til misvægi milli gjaldmiðlasamsetningar áigna- og skuldahlið efnahagsreikninga sinna. Það má meðal annars gera með því að gera verulega auknar lausafjár- og/eða eiginfjárkröfur til lánastofnana sem veita lán í gjaldmiðlum öðrum en þeim sem viðkomandi viðskiptavinur hefur tekjur í. Þessar kröfur mætti stilla af þannig að vaxtastig á lánum til heimila og fyrirtækja í öðrum gjaldmiðlum en þau hafa tekjur í endurspegli þá gjaldeyrisáhættu sem tekin er.

Til þess að draga úr hættu á útlánþenslu og eignaverðsbólu mætti einnig setja hóflegt hámark á veðhlutfall húsnæðislána sem jafnframt væri breytilegt. Hámarksveðhlutfallið myndi þá lækka þegar útlánavöxtur er mikill. Svona regla ætti að dempa sveiflur í útlánum til heimilanna og í fasteignaverði en eignaverðsbólur haldast oft í hendur við aukna lánsfjármögnun, meðal annars vegna aukins innstreymis erlends fjármagns.

Þá þarf að setja reglur um lántökur sveitarfélaga þannig að þeim sé óheimilt að taka lán í öðrum gjaldmiðlum en þeim sem þau hafa sínar tekjur í. Ef sú leið er farin þyrfti þó að leyfa endurfjármögnun útistandandi skulda í sama gjaldmiðli og þær eru. Annars gæti skapast óhóflegur þrýstingur á krónuna til veikingar.

Samkvæmt lögum er lífeyrissjóðum heimilt að ávaxta allt að 50% af hreinni eign erlendis. Hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna fór hæst í 33% í nóvember 2008 en síðan þá hefur það lækkað þónokkuð og var 22% nú í lok október. Hrein eign lífeyrissjóðanna var þá alls 2055 ma.kr. og erlend eign þar af 456 ma.kr. Samkvæmt því mættu lífeyrissjóðirnir auka erlenda eign sína um 570 ma.kr. ef gjaldeyrishöftum væri aflétt. Til að koma í veg fyrir óþarfa þrýsting á gengið af þessum sökum væri

rétt að lækka þetta hlutfall úr 50% í 30% og hækka það á ný síðar þegar aðstæður leyfa. Einnig mætti draga úr þrýstingi á gengið með því að hefta tímabundið erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða eins og fjallað er um í kaflanum um bremsur á útlæði við afnám almennra hafta hér á eftir. Þar er um viðbótar dempun útlæðis að ræða á því tólf mánaða tímabili sem almennum höftum yrði aflétt.

Útgáfa ríkisskuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum

Til þess að draga úr hættu á skyndilegu útlæði fjármagns sem myndi ganga á gjaldeyrisforðann og veikja krónuna má hefja afnám gjaldeyrishafta með sölu á ríkisskuldabréfum í erlendri mynt eins og áður sagði. Skuldabréfin yrðu gefin út til langs tíma, t.d. 20 ára, með árlegum vaxtagreiðslum. Mögulegt væri að hafa skuldabréfin uppgreiðanleg eftir til dæmis 5 eða 10 ár.

Greitt inn á aðrar útistandandi skuldir

Heildarupphæð þessarar skuldabréfaútgáfu er óviss. Í besta falli mætti taka mið af þeim áhuga sem kom fram í gjaldeyrisuppböðum Seðlabankans síðastliðið sumar. Af þeim tilboðum sem þar bárust standa eftir um 40 ma.kr. Takmarkanir á þátttöku í þeim útboðum, þ.e. við erlenda aðila og innlenda eigendur sem eignuðust krónurnar fyrir 28. nóvember 2008, eru þó líklegar til að hafa dregið verulega úr eftirspurn. Heildarkrónueign erlendra aðila er um 440 ma.kr. Líklegt er að stór hluti þeirra hefði áhuga á að skipta eigninni yfir í erlent ríkisskuldabréf, sérstaklega ef að eigendur þeirra myndu mæta afgangi við afnám hafta í framhaldinu. Einhver eftirspurn væri svo frá innlendum aðilum en erfitt er að áætla hana. Búast má við nokkrum afföllum á gengi krónunnar í uppböðum vegna útgáfu skuldabréfsins og ekki víst að innlendir aðilar hefðu mikinn áhuga á því að kaupa ríkisskuldabréf í erlendum gjaldmiðli með álagi vegna lægra gengis þegar þeim stendur til boða að kaupa ríkisskuldabréf í krónum, líklega með hærri vöxtum og án slíks álags.

Heildarupphæð skuldabréfanna gæti því orðið nokkuð há, um 400 ma.kr. Þessa fjármögnun mætti nota til að greiða upp eitthvað af útistandandi innlendum skuldum ríkissjóðs. Erlendar skuldir ríkissjóðs nú eru um 383 ma.kr. og innlendir skuldir 1028 ma.kr. og í besta falli næst með þessu endurfjármögnun á hagstæðum kjörum, þ.e. ef kaupendur bréfanna eru tilbúnir að taka afföll af gengi krónunnar en útboðin ættu að leiða slíkt í ljós. Ef kaupendurnir eru ekki ópolinmóðir að komast út með sínar eignir myndi gengið í útboðum nálgast opinbert gengi hratt og þá væri hægt að flyta afnámi almennra hafta.

Viðskiptavakt á alþjóðlegum mörkuðum

Mögulegt væri að skipta útgáfunni á til dæmis þá tvo eða þrjá gjaldmiðla sem vega þyngst í útflutningstekjum þjóðarinnar. Skuldabréfin yrðu gefin út í mánaðarlegum útboðum og í hvert sinn væru boðin út bréf fyrir t.d. 150 m.EUR, 150 m.USD og 50 m.GBP (eða 200 m.EUR og 200 m.USD). Hámarksstærð í hverjum flokki yrði t.d. 1 ma.EUR og 1 ma.USD og 400 m.GBP (eða 1 ma.EUR og 1,5 ma.USD). Haldin yrðu uppböð á gjaldeyri í tengslum við útboð skuldabréfanna þar sem öllum krónueigendum gæfist kostur á að taka þátt. Skuldabréfin yrðu skráð í erlendum uppgjörskerfum og samningar gerðir við erlenda viðskiptavaka. Kaupendur bréfanna gætu því selt þau á markaði þegar þeir vilja. Mánaðarleg útboð yrðu haldin þar til munur milli uppböðsgengis og Seðlabankagengis væri orðinn nægjanlega lítill, t.d. 10% til 15%.

Vandinn við endurtekin gjaldeyrisuppböð (eins og hér er reiknað með að fari fram samhliða skuldabréfaútböðum), sérstaklega þegar liggur fyrir að þau verða haldin með skömmu millibili, er að það getur borgað sig, jafnvel fyrir tiltölulega ópolinmóða fjárfesta, að biða eftir seinni uppböðum í von um hagstæðara gengi. Til þess að hvetja þá til þess að taka þátt í útboðunum kann því að vera nauðsynlegt að gefa í skyn að því gæti fylgt aukinn kostnaður að sleppa þeim. Það mætti gera með yfirlýsingu um að ef þátttaka yrði dræm og staða aflandskróna lækkaði ekki að ráði yrði skoðað hvort ástæða yrði til að festa þær sérstaklega í 10 ára endurgreiðsluferli eða að komið yrði á útgönguskatti á aflandskrónur sem endurspeglaði ríflega muninn á uppböðsgengi og Seðlabankagenginu og yrði þrepaður niður á 4 til 5 árum.

Ef útboðin ganga vel munu þeir krónueigendur sem liggur á að komast með eignir sínar úr landi hafa kost á því með því að eignast ríkisskuldabréf í erlendum gjaldmiðli sem eru seljanleg á markaði erlendis. Kaupendur bréfanna losna við þá áhættu sem því fylgir að eiga krónur. Kostnaðurinn við að losna við krónurnar er fölginn í því gengi sem krónurnar eru seldar á í uppböði tengdu útgáfu bréfanna og því markaðsgengi sem bréfin seljast á en eðlilegt er að setja vexti bréfanna við útgáfu sem næst ávöxtunarkröfu á íslenskum ríkisskuldabréfum í viðkomandi gjaldmiðlum. Í fyrstu skuldabréfaútböðunum má því búast við að bréfin verði seld á yfirverði sem kemur fram í genginu í gjaldeyrisuppböðunum. Þá gæti ríkið náð í tiltölulega hagstæða fjármögnun.

Mögulega innkallanleg að ákveðnum tíma liðnum

Ef þátttaka í útboðum verður aftur á móti mjög mikil eykst skuldsetning ríkisins verulega við þetta. Ríkið þyrfti þá að kaupa upp aðra skuldabréfaútgáfu eða greiða niður önnur lán til að halda skuldsetningu í skefjum. Einnig gæti ríkið keypt þessi skuldabréf til baka á markaði þegar aðstæður

leyfa. Þá má einnig athuga að hafa skuldabréfin innkallanleg, til dæmis að fimm eða tíu árum liðnum, ef það hefur ekki of mikil áhrif á kröfuna í útboðunum.

Kannski verður eftirspurn eftir skuldabréfum ríkisins í erlendum gjaldeyri lítil en það þýðir þá að krónueigiendur séu almennt nokkuð sáttir við sína eign, gengi krónunnar og ávöxtunarahorfur á Íslandi. Þá ætti að vera óhætt að flyta losun gjaldeyrishafta.

Í versta falli verður eftirspurn mjög mikil á gengi sem er nokkuð langt frá seðlabankagenginu, þannig að hámarksstærð skuldabréfaflokkanna fyllist án þess að uppboðsgengið og seðlabankagengið leiti saman. Ef að stefnir í þetta bendir það til þess að seðlabankagengið sé of sterkt. Seðlabankinn þyrfti þá að bregðast við með auknum gjaldeyriskaupum sem myndu veikja gengið. En það yrði þá gert á viðráðanlegri hátt en ef öllum höftum yrði aflétt í einu og gengið fengi að hrynja.

Bremsur á útlæði

Þegar útboðum ríkisskuldabréfa til að léttja þrýstingi af gjaldeyrismarkaði er lokið og uppboðsgengið og seðlabankagengið hafa nálgast er kominn tími til að losa önnur höft á viðskiptum með gjaldeyri.

Fjárfestingar lífeyrissjóða erlendis hafa legið niðri frá hausti 2008 og hefur reyndar gengið á erlenda eign þeirra m.a. í tengslum við kaup lífeyrissjóðanna á Avens bréfunum vorið 2010 og þátttöku þeirra í krónuuppboðum Seðlabankans síðastliðið sumar. Hlutfall erlendra eigna í eignasafni lífeyrissjóðanna var um 30% á árunum 2008 til 2010 en lækkaði í 25% undir lok árs í fyrra og er nú um 22%. Það er viðbúið að lífeyrissjóðir vilji auka þetta hlutfall við fyrsta tækifæri. Til þess að draga úr þrýstingi á gengið af þessum sökum þyrfti að setja hraðatakmarkanir á erlenda fjárfestingu þeirra til að byrja með til viðbótar við reglur um hlutfall erlendra eigna í safni þeirra. Annað hvort mætti setja þak á kaup lífeyrissjóða á erlendum eignum í hverjum mánuði eða á hlutfall iðgjalda umfram útgreiðslur sem ráðstafað væri til fjárfestingar erlendis.

Varðandi önnur gjaldeyrisviðskipti en erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða og viðskipti með vörur og þjónustu þá þyrfti að aflétta magntakmörkunum t.d. í tilkynntum skrefum og að fullu á 12 mánuðum. Á sama tíma mætti einnig styðjast við útgönguskatt sem í upphafi endurspegladi mun á síðasta gjaldeyrisuppboði vegna útgáfu erlendra ríkisskuldabréfa með hæfilegu álagi. Skatturinn yrði svo þrepaður niður á nokkrum mánuðum samhliða hækkun upphæðarmarkna í gjaldeyrisviðskiptum. Á meðan þyrfti að fylgjast vel með gjaldeyrishreyfingum og hve hratt gengi á gjaldeyrisforða með það fyrir augum að stöðva ferlið eða hægja verulega á því ef stefndi í óefni. Til dæmis væri, ef að nettó útlæði fjármagns yrði mjög mikið, hægt að hægja á lækkun útgönguskattsins og lyfta fjárhæðarmörkum hægar. Slikt yrði þó aldrei annað en neyðarúrræði ef mjög illa gengi við afnáam haftanna.

6 Samandregið yfirlit yfir tillögu um afnám gjaldeyrishafta

Mikilvægt er að samhliða afléttingu gjaldeyrishafta verði áfram unnið að því að bæta stjórn peningamála og ýmsar varúðarreglur innleiddar fyrir fjármálakerfið. Liðir I. og II. hér á eftir snúa að þessu. Höftunum yrði aflétt í tveimur áföngum. Fyrri áfanginn er útgáfa ríkisins á langtímaskuldabréfum í erlendum gjaldmiðlum sem notuð yrðu til þess að létta mögulegum þrýstingi af gjaldeyrismarkaði. Þessari útgáfu er lýst nánar í lið III. Seinni áfanginn er svo afnám almennra gjaldeyrishafta þar sem samhliða yrðu þrepuð upp fjárhæðarmörk á fjármagnsflutningum og útgönguskattur þrepaður niður. Þessu er lýst nánar í lið IV.

I. Umgjörð peningastefnunnar

Ekki skiptir öllu máli fyrir fjármálastöðugleika og afnám gjaldeyrishafta hvaða fyrirkomulag peningastefnunnar verður fyrir valinu. Óháð því hvert fyrirkomulag peningastefnunnar verður á næstunni má þó draga verulega úr líkum á því að ójafnvægi skapist á ný með því að bæta lausafjárstýringu fjármálakerfisins og framfylgja sveiflujafnandi stefnu varðandi gjaldeyrisorða og raungengi.

1. Lausafjárstýring fjármálakerfisins

Seðlabankinn þarf að meta lausafjárþörf fjármálakerfisins reglulega og stýra magni lausafjár eftir því þannig að vextir á millibankamarkaði liggi sem næst markmiðsvöxtum bankans.

2. Gjalddeyrisorði og raungengissveiflur

Seðlabankinn ætti að kaupa gjalddeyri þegar hann telur að raungengið sé sterkara en fær staðist til lengdar og á hliðstæðan hátt að selja gjalddeyri þegar raungengið er of lágt að mati bankans.

II. Innleiðing varúðarreglna

Þegar í stað ætti að bæta og innleiða varúðarreglur og framfylgja þeim til þess að halda aftur af gjalddeyrisskekkingu efnahagsreikninga og útlánavexti sem eru algengir fyrirboðar gjalddeyris- og fjármálakreppa. Óháð og til viðbótar við innleiðingu Basel III varúðarreglna ætti að huga að eftirfarandi atriðum.

1. Gjalddeyrissjöfnuður

Herða þarf reglur um gjalddeyrissjöfnuð fjármálafyrirtækja og er eðlilegt að miða við hámarksskekkingu sem er mun lægri en nú er heimilt, t.d. 5% af eiginfjárgrunni. Þá þarf að passa að heildar-gjalddeyrisskekking fjármálamarkaðarins verði ekki svo mikil að hún fari að skipta máli í þjóðhagslegu samhengi. Þar mætti miða við að hún færi ekki yfir 1% af VLF eða 5% af gjalddeyrisorða.

2. Lausafjárkröfur

Fjármálastofnunum verði gert að hafa laust fé í erlendum gjaldmiðlum í hlutfalli við erlendar skuldir.

3. Erlendar lántökur sveitarfélaga

Sveitarfélögum verði óheimilt að taka lán í öðrum gjaldmiðlum en þeim sem þau hafa tekjur í og gjaldmiðlasamsetning skulda þeirra miðist við gjaldmiðlasamsetningu tekna þeirra. Undanþága verði veitt vegna endurnýjunar útistandandi skulda.

4. Gjalddeyrissáætta fyrirtækja og heimila

Fjármálafyrirtæki verði að taka tillit til gjaldmiðlasamsetningar tekna lántakenda. Auknar eiginfjárkröfur verði gerðar til fjármálafyrirtækja vegna lána þar sem ósamræmi er milli gjaldmiðlasamsetningar lána og þeirra tekna sem standa eiga undir afborgunum.

5. Veðþekja húsnæðislána breytist eftir útlánþenslu

Hámark verði sett á leyfilegt veðhlutfall vegna fasteignalána. Veðhlutfallið verði lækkað við mikinn útlánavöxt.

6. Hraðatakmarkanir á erlenda fjárfestingu lífeyrissjóða

Vegna þeirra fjárhæða sem um ræðir væri einnig ráðlegt að takmarka tímabundið hve stóran hluta af iðgjöldum umfram útgreiðslur lífeyrissjóðir mega fjárfesta erlendis.

III. Útgáfa ríkisskuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum

Kjarni hugmyndarinnar snýst um útgáfu ríkisins á langtímaskuldabréfum í erlendum gjaldmiðlum. Útgáfan mun ekki auka skuldsetningu ríkisins þar sem hún verður notuð til þess að greiða upp aðra fjármögnun. Hún mun aftur á móti lengja í endurgreiðsluferlinu sem gæti haft jákvæð áhrif á láns hæfismat.

Myntsamsetning útgáfunnar þyrfti að taka mið af gjaldmiðlasamsetningu útflutningstekna og vera í tveimur til þremur helstu viðskiptamyntunum. Hámarksupphæð yrði á útgáfunni, 300 til 400 ma.kr. og yrðu bréfin gefin út til 20 ára. Þá mætti hafa þau innkallanleg að til dæmis 5 árum liðnum. Lykilatriði er að samið verði um viðskiptavakt stórra erlendra banka með þessi skuldabréf.

Skuldabréfin verða seld í þremur til fjórum mánaðarlegum útboðum, þar sem í hvert sinn eru í boði til dæmis allt að 150 mEUR, 150 mUSD og 50 mGBP. Haldin verða gjaldeyrissuppböð í tengslum við útboðin þar sem öllum krónueigendum gefst kostur á að bjóða í gjaldeyri sem greiddur verður út með þessum markaðshæfu skuldabréfum ríkisins.

Stefnt er að því að með útgáfunum nálgist uppboðsgengið seðlabankagengið.

Þessum hluta gæti lokið á um 3 til 4 mánuðum.

IV. Bremsur á útflæði

Þessi hluti gæti tekið um 9 til 12 mánuði.

1. Þak á upphæðir, þrepað upp

Með skuldabréfaútgáfu verður búið að létta þrýstingi af gjaldeyrismarkaðnum og þá verður unnt að aflétta almennum gjaldeyrishöftum.

2. Útgönguskattur, þrepaður niður

Það borgar sig þó að fara varlega. Því væri rétt að setja á útgönguskatt sem miðaðist til dæmis við það gengi sem fékkst í lokauppboði vegna sölu erlendra skuldabréfa ríkisins með einhverju álagi.

Reykjavík, 15. desember 2011

Erlendur Magnússon

Finnur Oddsson

Gylfi Magnússon

Lúðvík Elíasson

Orrí Hauksson

Páll Harðarson

Tanya Zharov

Yngvi Örn Kristinsson

